

Tilburg University

Zicht op Beleggingsrisico's en Kansen voor Particuliere Beleggers

Nijman, T.E.

Publication date:
2001

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):

Nijman, T. E. (2001). *Zicht op Beleggingsrisico's en Kansen voor Particuliere Beleggers*. Tilburg University Press.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Zicht op beleggingsrisico's en –kansen voor particuliere beleggers

Rede

uitgesproken bij de openbare aanvaarding van de Van Lanschot
leerstoel “Beleggingstheorieën” aan de Faculteit der
Economische Wetenschappen van de Katholieke Universiteit
Brabant op vrijdag 23 november 2001

door

Prof.dr. Th.E. Nijman

1. Inleiding

Meneer de rector magnificus, dames en heren. Beleggen is een fascinerend vak. Krantenpublicaties en borrelpraat suggereren dat tegenwoordig vrijwel iedere Nederlander belegt, verstand heeft van beleggen en slimmer belegt dan elke andere Nederlander. In zo'n tijdsgewricht lijkt het moeilijk een leerstoel Beleggingstheorie te aanvaarden. Het aanvaarden daarvan betekent immers allereerst dat je in een positie komt waarin je geacht wordt door middel van wetenschappelijk onderzoek nog meer kennis betreffende het beleggen te genereren. Daarnaast word je dan nog geacht de door anderen, nationaal en internationaal, gegenereerde kennis via wetenschappelijk onderwijs op zijn merites te beoordelen en de zinvolle delen daarvan te verspreiden naar studenten dan wel naar een ieder die daarin geïnteresseerd zou kunnen zijn. Geen kleine uitdaging gegeven wat de gemiddelde Nederlander al over beleggen denkt te weten. Toch hoeft u zich niet ongerust te maken. Ik zal me niet op het laatste moment terug trekken en zal vandaag besluiten met de conclusie dat ik de uitdaging graag aanga.

Als doel van de inaugurele rede zie ik dat de nieuw benoemde hoogleraar zich in zekere zin voorstelt aan de universitaire gemeenschap en geïnteresseerden. Hij doet dat door een visie te geven op de stand van zaken en de te verwachten ontwikkelingen in zijn vakgebied om daarmee inzicht te geven in zijn plannen ten aanzien van onderwijs en onderzoek. Omdat ik al een aantal jaren de gerelateerde leerstoel Econometrie van de Financiële Markten aan deze universiteit bekleed zal een aantal van u al wel een indruk hebben van de wijze waarop ik onderwijs en onderzoek gestalte geef. Mijn doel is steeds geweest om met name bij te dragen aan het empirisch onderzoek naar het gedrag van financiële markten, alsmede aan het verder verfijnen van de econometrische

methodologie die daarvoor ontwikkeld wordt. Ook voor dat onderwijs en onderzoek geldt dat het uiteindelijke doel is antwoorden te vinden op zeer praktische vragen zoals in welke mate rendementen op aandelen te voorspellen zijn, of het zinvol is een aandelenportefeuille te spreiden over landen of sectoren of wat een faire prijs voor bepaalde typen opties is. In de praktijk betekent de nadruk op methodologie evenwel dat als ik college geef het bord al snel vol staat met formules. Als ik voluit bezig ben met onderzoek loop ik heen en weer te drentelen zoals mijn vrouw en dochters al vele malen tot hun afgrijzen hebben moeten constateren. Dat soort kijkjes op mijn wijze van onderwijs geven of onderzoek doen zal ik u vandaag besparen. Hedendaags wetenschappelijk onderwijs en onderzoek zijn bovendien in hoge mate teamwork. Hier in Tilburg hebben we een in mijn ogen erg goede groep onderzoekers en docenten opgebouwd, mijn werk is nauwelijks los te zien van die context. Ik hoop ook in de toekomst op deze wijze te blijven werken, maar ook dat aspect kan ik hier uiteraard moeilijk illustreren.

Waar wil ik het dan vanmiddag wel met u over hebben? Welnu, direct of indirect heeft een groot deel van mijn onderwijs en onderzoeksactiviteiten te maken met het inschatten van de risico's van het beleggen, of voor de optimisten onder u met de winstkansen verbonden aan beleggen. Het in kaart brengen en communiceren van die risico's en op die wijze vergroten van de transparantie van financiële markten is in mijn ogen van groot maatschappelijk belang. Het sluit ook goed aan bij de maatschappelijke doelstelling die Van Lanschot Bankiers heeft voor het sponsoren van de leerstoel Beleggingstheorieën die ik vandaag naast mijn andere leerstoel officieel aanvaard.

Ik zal met name ingaan op de inschatting van financiële risico's voor particulieren. Een tiental jaren geleden was de markt voor financiële

producten voor particulieren nog relatief overzichtelijk. Een hypotheek was bedoeld om de eigen woning te financieren. De meeste particulieren waren er van overtuigd dat het verstandig was die hypotheek zo snel mogelijk af te lossen zodat de woning ook echt in eigendom kwam. De doorsnee hypotheek van toen kende een maandelijkse annuïteit en een rente die voor vele jaren vastlag. Naast de hypotheekmarkt was er een markt voor spaarproducten waar spaargelden vastrentend voor korte of soms wat langere tijd werden vastgezet. De markt voor verzekeringsproducten, en dan doel ik met name op lijfrentes en levensverzekeringen, beoogde te doen wat de naam suggereert en niets meer dan dat: een geldstroom genereren zolang de verzekerde in leven was dan wel juist bij zijn overlijden. Van beleggen in aandelen, laat staan in andere activa, was in deze financiële middeleeuwen, die overigens nog maar zo'n 10 tot 20 jaar achter ons liggen, slechts in zeer beperkte mate sprake.

Sindsdien is het landschap van de financiële markten grondig veranderd. Allereerst is de belangstelling voor beleggen spectaculair gegroeid. Via radio en TV worden wij allen dagelijks geïnformeerd over de gang van zaken op de financiële markten. Grote aantallen Nederlanders beleggen heden ten dage in aandelen dan wel in allerhande afgeleide producten met doorgaans fraaie namen als Garantiefonds, Sprintplan, Vermogensversneller of Knock-in Reverse Exchangeable Securities. Tegelijkertijd zijn allerhande nieuwe hypotheekvormen, waaronder spaar- en beleggingshypotheek, op de markt gekomen waardoor het verschil tussen hypothecaire producten en beleggingsproducten sterk is vervaagd. Evenzeer kennen vele verzekeringsproducten heden ten dage een beleggingscomponent en wordt het woord sparen gebruikt voor wat een tiental jaren geleden beleggen zou hebben geheten.

Als gevolg van de ontwikkeling van zo vele nieuwe financiële producten in de afgelopen 10 tot 20 jaar zijn de financiële markten aanmerkelijk minder transparant geworden. Voor veel producten die in ons land worden aangeboden geldt dat de aanbieder verplicht is in grote mate van detail aan te geven welk product precies wordt aangeboden en in hoeverre het aankopen van dat product tot risico's in enige zin kan leiden. Op het pakje sigaretten staat een duidelijke waarschuwing dat roken slecht is voor de gezondheid, op speelgoed voor kleine kinderen staat dat het ongezond is om dit op te eten en op ieder pakje hagelslag dat je in Nederland kunt kopen staat precies aangegeven hoeveel eiwit, koolhydraten, voedingsvezel of natrium daarin zit.

Voor financiële producten is de regelgeving tot op dit moment nog heel anders. Complexe financiële producten worden aangeboden die zijn opgebouwd uit vele verschillende ingrediënten die ook voor ervaren beleggers niet eenvoudig zijn te analyseren zonder daar de nodige computerprogramma's op los te laten. Desalniettemin worden particulieren nog steeds geacht de producten te doorgronden en kunnen aanbieders nog steeds volstaan met de eenvoudige waarschuwing "rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst" die u allen neem ik aan zeer bekend in de oren klinkt. Deze mededeling is wel zeer weinig informatief, omdat hij letterlijk dezelfde is bij beleggen in obligatiefondsen als bij het vele malen risicovollere beleggen met geleend geld via de overbekende aandelen-lease producten. Uit onderzoek in opdracht van de Raad van Financiële Toezichthouders blijkt dan ook dat consumenten veel behoefte hebben aan betere voorlichting ten aanzien van de eigenschappen van allerhande financiële producten.

De Minister van Financiën is voornemens op korte termijn de markttransparantie te bevorderen door de wetgeving in die zin aan te

passen dat aanbieders van financiële producten veel uitgebreider informatie over hun product dienen te geven dan nu het geval is. Men heeft mij er wel eens terecht op gewezen dat het maar om geld gaat en dat adequate informatie over b.v. de samenstelling van het voedsel nog vele malen



belangrijker is dan informatie over beleggingsrisico's. Desalniettemin acht ik het streven van de minister om het verstrekken van een zogenaamd Kernpuntendocument of Financiële Bijsluiter verplicht te stellen bij het aanbieden van financiële producten van groot belang. Lange tijd is gestreefd naar het invoeren van de Financiële Bijsluiter per 1 januari 2002. Gezien de besluitvorming in de Tweede Kamer in de afgelopen maanden lijkt duidelijk dat die Financiële Bijsluiter er inderdaad zal komen, maar dat de invoering ervan op zijn vroegst per 1 juli 2002 zal plaatsvinden. In het vervolg van deze inaugurele rede wil ik met name ingaan op de voorgenomen wijze waarop zicht op beleggingsrisico's zal worden gegeven in de Financiële Bijsluiter, zal ik ingaan op enige beperkingen daarvan en mogelijke toekomstige verfijningen proberen te beschrijven. Daarbij is het wellicht goed vooraf al te benadrukken dat ik mijn opmerkingen dus plaats t.a.v. een deelaspect van de Financiële Bijsluiter, dat ik me niet hoeft te laten hinderen door vragen van implementeerbaarheid of tijdsdruk en dat ik in mijn rol me kan permitteren om vragen op te roepen zonder ze te beantwoorden. Ook de belangrijke vraag welke informatie een consument kan bevatten en hoe de veelheid van relevante informatie te reduceren tot een omvang die de consument

bereid is tot zich te nemen, zal ik niet of nauwelijks aan de orde stellen. Wat ik te zeggen heb dient dus ook zeker niet geïnterpreteerd te worden als kritiek op de Bijsluiter zoals die binnenkort lijkt te worden gaan ingevoerd, maar als een poging om de complexiteit van de vragen te schetsen, de stand van zaken te evalueren en mogelijke toekomstige verfijningen aan te geven. Een deel van mijn opmerkingen is overigens zo'n anderhalf jaar geleden ook al, in een toen vertrouwelijk rapport, in opdracht van het Ministerie van Financiën als bijdrage aan de discussie op papier gezet.

In iets meer detail bezien staat de volgende opzet me voor ogen. Allereerst wil ik ingaan op het weergeven van het risico van financiële producten met behulp van een tabel of diagram waarin de uitbetaling bij verschillende resultaten voor de onderliggende waarde wordt weergegeven. Zo'n tabel zal

verplicht in de Financiële Bijsluiter dienen te worden opgenomen. Allereerst kijken we naar producten waarbij een duidelijke relatie bestaat tussen het rendement op het product en de rendementen op een bepaalde onderliggende waarde. Als voorbeelden zal ik o.a. ingaan op reverse convertibles en op aandelenlease-producten. Het weergeven van de risico's is aanmerkelijk complexer als de uitbetaling van het product op niet-lineaire wijze afhankelijk is van meerdere onderliggende waarden of als niet alleen de finale waarde van de onderliggende portefeuille maar ook het pad daarnaar toe bepalend is voor de uitbetaling. Als voorbeelden daarvan zal ik onder andere ingaan op click-fondsen en knock-in reverse

Opbouw van de rede

I: Risico inschatting door te relateren aan onderliggende waarde(n):

- Reverse convertibles; Aandelenlease
- Click-fondsen; Knock-in reverse convertibles
- Best of three markets;

II: Kansuitspraken t.a.v. beleggingsrisico's

- Het inschatten van risico's van beleggen in de onderliggende waarden
- Value at Risk t.o.v. risico-vrij deposito als risico-indicator in de Financiële Bijsluiter

III: Conclusies

- Stand van zaken Financiële Bijsluiter
- Aanbevelingen

convertibles. De relatie tussen het rendement op een product en het rendement op een onderliggende waarde waarvan de risico's bekender zouden kunnen zijn, zoals een brede gespreide aandelenportefeuille, geeft uiteraard relevante informatie. Een minstens even belangrijke vraag is evenwel in hoeverre het mogelijk is grenzen voor de rendementen op een product aan te geven waarbuiten deze waarschijnlijk niet zullen vallen. Uitbetalingstabellen geven dergelijke informatie niet. De koersontwikkelingen van de afgelopen maanden hebben weer eens duidelijk laten zien dat aandelenkoersen kunnen stijgen, maar ook in korte tijd sterk kunnen dalen, hetgeen zich dan weer vertaalt in de prijzen van vrijwel alle andere financiële activa. Ik zal ingaan op de vraag in welke mate een kwantificering van de risico's en winstkansen van beleggen tot de mogelijkheden behoort en hoe dergelijke informatie in de Financiële Bijsluiter zou kunnen worden opgenomen. Ik zal daarna afsluiten met het nog eens op een rijtje zetten van een aantal relevante aspecten van de beleggingsbeslissing die vooralsnog niet lijken te kunnen worden geïncorporeerd in de Financiële Bijsluiter.

2. Risico inschatten door te relateren aan de ontwikkeling van de onderliggende waarde(n)

2.1 Inleiding

Bij het voorbereiden van deze rede heb ik uiteraard voor de keuze gestaan in hoeverre ik financiële producten en aanbieders waarop ik doel met naam en toenaam zou noemen. Alle producten die aan de orde zullen komen worden in een grote verscheidenheid op de Nederlandse markt aangeboden. Ik heb er voor gekozen in de voorbeeldberekeningen geen namen van producten of aanbieders te noemen, maar uit te gaan van gefingeerde producten die evenwel de wezenlijke kenmerken van de aangeboden producten weerspiegelen.

Een alternatief was natuurlijk om een aantal producten specifiek te benoemen en te analyseren, maar dat lijkt minder juist aangezien dan onevenredig veel aandacht op die producten zou worden gevestigd, terwijl dezelfde vragen en opmerkingen evenzeer bij andere producten relevant zijn.

2.2 Producten waarbij eindwaarde van een onderliggende waarde bepalend is

Als eerste voorbeeld van een financieel product waarvan de risico's niet zo eenvoudig te voorzien zijn, wil ik dan ook een gefingeerd product aan de orde stellen, te weten een reverse convertible op het aandeel Ajenoord. Zoals gezegd, reverse convertibles met vergelijkbare specificaties worden veel op de Nederlandse markt aangeboden, maar van het bestaan van een aandeel Ajenoord, laat staan van een reverse convertible op dat aandeel is geen sprake. De contractspecificatie van deze reverse convertible is als volgt. De looptijd is een jaar, de uitgiftekoers bedraagt 101% van de nominale waarde van €1000.

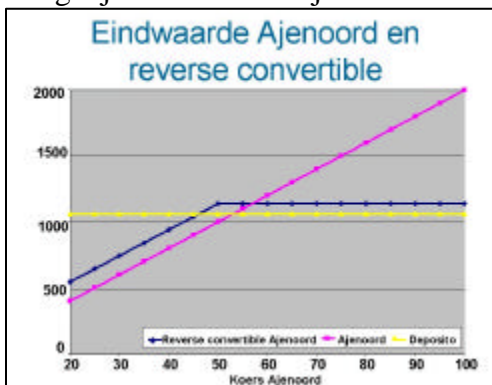
Initieel heeft het product de eigenschappen van een éénjarige obligatie. Er is een rentevergoeding van maar liefst 15%, zodat de uitbetaling na een jaar kan oplopen tot €1150 per certificaat. Daar staat tegenover dat indien de koers van het aandeel Ajenoord daalt beneden de huidige waarde van €50 het de uitgever van deze reverse exchangeable security vrij staat de obligatie te converteren naar het aandeel Ajenoord en dat aandeel te leveren. Hoewel op het eerste gezicht complex, is de reverse convertible niet al te moeilijk te

Reverse convertible Ajenoord: eindwaarde belegging €1000

Koers Ajenoord	Vermogen indien belegt in		
	Reverse convertible	Aandeel Ajenoord	Deposito
€30	€ 743	€600	€ 1050
€40	€ 942	€800	€ 1050
€50	€ 1139	€1000	€ 1050
€60	€ 1139	€1200	€ 1050
€70	€ 1139	€1400	€ 1050

doorgronden. De uitbetaling ervan wordt geheel bepaald door de koers van Ajenoord, zoals in deze tabel is weergegeven. Bij een koers van €30 b.v. ontvangt u uiteraard de aandelen hetgeen per ingelegde €1000 dus leidt tot een waarde van $(20 * €30 + €150) / 1.01 = €743$. Ter vergelijking geeft de tabel ook de waarde van een belegging van eveneens €1000 in het aandeel Ajenoord zelf dan wel in een risicovrij deposito, waarbij we veronderstellen dat daarop een rentevergoeding van 5% wordt geboden. De tabel toont duidelijk aan dat de reverse convertible met name aantrekkelijk is indien u veronderstelt dat de koers van Ajenoord weinig zal bewegen. Indien de koers daalt is de uitbetaling van het risicoloze deposito hoger, terwijl in geval van stijgende koersen het aandeel zelf gunstiger is. Een dergelijke tabel nuanceert de indruk die ontstaat anders zou kunnen ontstaan dat de rentevergoeding van 15% zeer aantrekkelijk is of zelfs dat het verkrijgen van het aandeel Ajenoord tegen een lage koers aantrekkelijk zou zijn. Wellicht nog inzichtelijker dan de tabel is een diagram zoals nu weergegeven waarin de uitbetaling van dezelfde producten voor diverse mogelijke waarden van de koers van Ajenoord wordt weergegeven. De geknikte lijn geeft de waarde van de reverse convertible, de stijgende lijn van het aandeel en de horizontale van het risicoloze deposito. Merk op dat het diagram impliciet suggereert dat iedere mogelijke koers van Ajenoord tussen 20 en 100 mogelijk is en wellicht wel even waarschijnlijk als iedere andere. Daar kom ik dadelijk op terug.

Als tweede voorbeeld van het belang van uitbetalings-tabellen of –diagrammen wil ik aandelenlease noemen.



Varianten van aandelenlease producten worden in vele vormen en onder prachtige namen en in mooie kleurenbrochures op de Nederlandse markt aangeboden. De hier te bespreken producten dopen we simpelweg “LeasePlan” en “LeasePlan+”. “LeasePlan” heeft een looptijd van vijf jaar en per ingelegde €1000 wordt een bedrag van €2800 voor u belegd in een gespreide aandelenportefeuille. Na vijf jaar ontvangt u de waarde van de aandelenportefeuille minus de geleende €2800. Het “LeasePlan+” heeft vrijwel dezelfde karakteristieken, waarbij evenwel de garantie wordt gegeven dat het voorgeschooten bedrag na vijf jaar niet in waarde gedaald kan zijn, met andere woorden dat zich niet kan voordoen wat bij “LeasePlan” wel mogelijk is, namelijk dat u niet alleen uw geld kwijt bent maar nog moet bijbetalen ook. Uiteraard ligt de prijs van “LeasePlan+” per certificaat, €1050, ook iets hoger dan die van “LeasePlan”.

Het uitbetalingsdiagram dat u bij een dergelijk product veelal in de folder zult tegenkomen ziet er als volgt uit: Voor een aantal mo-

gelijke rendementen op de onderliggende portefeuille, in dit geval tussen 8% en 15% gemiddeld per jaar, wordt weergegeven wat het corresponderende productrendement is, voor het “LeasePlan” en voor het “LeasePlan+”. In dit geval blijkt dat bij een gemiddeld rendement op de onder-

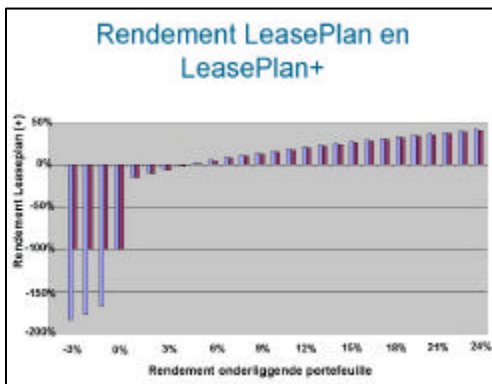


liggende portefeuille van 8% een rendement wordt behaald van zo’n 5%, iets lager dus dan het rendement op de onderliggende portefeuille, waar tegenover staat dat bij hoge rendementen op de onderliggende waarde de rendementen op de beide “LeasePlannen”

extra hoog zullen zijn, b.v. ongeveer 21% en 22% bij een rendement op de aandelenportefeuille van 15% per jaar. Een dergelijk product, gepresenteerd in een mooie kleurenfolder, lijkt voor zowel vermogende als voor minder vermogende particulieren aantrekkelijk te zijn.

Een uitbetalingstabel of -diagram zoals hier weergegeven geeft veel inzicht in de risicokarakteristieken van een product. Het is dan ook

niet verwonderlijk dat, zoals al eerder vermeld, het opnemen van een dergelijk diagram in de Financiële Bijsluiter verplicht gesteld gaat worden, waarbij het overigens in tabelvorm zal worden weergegeven. Een belangrijke vraag bij de invoering van die verplichting is voor welke



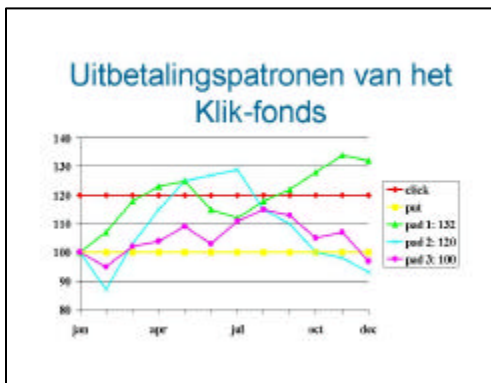
rendementen op de onderliggende portefeuille de uitkomsten in ieder geval getoond dienen te worden. In het tot nu toe getoonde diagram is uitgegaan van een range van 8% tot 15% gemiddeld per jaar. In het nu vertoonde diagram is die range opgerekt naar -3% tot 25% waarbij blijkt dat in geval van een rendement van 25% op de onderliggende portefeuille het product-rendement oploopt tot maar liefst ongeveer 40% per jaar, maar anderzijds komt nu ook nadrukkelijk in beeld dat in geval van erg tegenvallende rendementen op de onderliggende portefeuille men al zijn geld kan kwijt raken, of in geval van het “LeasePlan” zelfs nog moet bijbetalen. Het lijkt me belangrijk dat consumenten expliciet op die mogelijkheid worden gewezen. Uit dit voorbeeld blijkt dat de keuze van de range waarvoor rendementen worden getoond zeer bepalend

is voor de suggestie die een dergelijke tabel of figuur wekt. Het voorstel van de Raad van Financiële Toezichthouders is om in de Financiële Bijsluiter de aanbieders van financiële producten te verplichten in ieder geval het productrendement in geval van een jaarlijks gemiddeld rendement van 4% op te nemen, alsmede een “worst-case” rendement waarvan de precieze definitie nader is te bepalen en een historisch gemiddeld rendement over een periode van tenminste 10 jaar. Een dergelijke tabel zal de markttransparantie mijns inziens aanmerkelijk vergroten, maar laat nog heel wat ruimte open om suggestieve figuren toe te voegen waarin de risico’s van beleggingsproducten niet direct in het oog springen. De Raad van Financiële Toezichthouders gaat er overigens vanuit dat ook informatie wordt verstrekt over de relatie tussen de waardeontwikkeling van de afkoopwaarde van het product en de onderliggende portefeuille over een deel van de looptijd van het product, zeg na drie van de vijf jaar in dit voorbeeld. Daarmee komen de kosten van vroegtijdig beëindigen van het contract nadrukkelijk in beeld, waarmee belangrijke informatie wordt weergegeven. Technisch betekent dit evenwel dat de onderliggende derivaten zullen moeten worden gewaardeerd voor de aflooptdatum van het product. Omdat de waarde daarvan niet alleen van de waardeontwikkeling van de onderliggende portefeuille afhangt, maar ook b.v. van de volatiliteitsontwikkeling, lijkt het op uniforme wijze toevoegen van dit soort informatie me niet eenvoudig.

2.3 Padafhankelijke producten

De uitbetalingstabel zoals die zal worden opgenomen in de Financiële Bijsluiter en de uitbetalingsdiagrammen zoals ik u die getoond heb, bevatten zoals gezegd belangrijke informatie, maar hebben ook tenminste een drietal belangrijke beperkingen. Het eerste bezwaar is dat het diagram geen informatie bevat over de kans dat

het rendement op de onderliggende waarde in een bepaalde range zal komen te liggen, b.v. beneden de 8% die werd aangehouden in het eerste diagram dat de risico's van aandelenlease weergaf. Later zal ik terugkomen op de mogelijkheid om



dergelijke kansuitspraken te doen en te gebruiken bij het verschaffen van inzicht in beleggingsrisico's. Een tweede bezwaar betreft het feit dat voor vele financiële producten die op de Nederlandse markt worden aangeboden de uitbetaling niet alleen afhangt van de waarde van een bepaalde portefeuille op de afloopdatum, maar ook van de ontwikkeling naar die finale waarde, hetgeen bekend staat als padafhankelijkheid. Voorts is de uitbetaling van producten waarvan de waarde op niet-lineaire wijze afhangt van meerdere onderliggende waarden niet eenduidig in de beoogde tabel weer te geven.

Allereerst het probleem van de padafhankelijkheid. Een bekend voorbeeld van een padafhankelijk product is het zogenaamde clickfonds. Een zeer eenvoudig click-fonds, dat we zullen aanduiden als het Klik-fonds, zou de volgende karakteristieken kunnen hebben: Een participatie van €100 geeft recht op de waardeontwikkeling van een corresponderende index. De kosten per participatie bedragen €10, de looptijd van het product is één jaar. Clickfondsen worden in Nederland verhandeld op vele onderliggende indices, met name op de AEX index en op pan-Europese indices. De keuze van de index is voor het betoog niet van belang, we zullen die dan ook gemakshalve aanduiden als index A. De participatie geeft evenwel niet alleen recht op de waarde-

ontwikkeling van index A, er is ook een garantie dat op afloopdatum in ieder geval de nominale waarde van de participatie wordt uitgekeerd en de garantie dat als de index gedurende de looptijd van in dit geval een jaar ooit met 20% is gestegen de uitbetaling tenminste 120 zal zijn. De eigenschappen van dit contract zijn wellicht het best te illustreren door de uitbetaling in geval van drie mogelijke paden voor de onderliggende index gedurende de looptijd aan te geven. In het nu getoonde diagram geven de horizontale lijnen de beide garantieniveaus weer, de overige drie lijnen zijn mogelijke paden gedurende het jaar voor de onderliggende index. In geval van het derde pad stijgt de index met 15% over de periode van januari naar augustus, maar bereikt nooit een niveau dat 20% boven de stand van de index in januari ligt. De eindstand van de index op 31 december voor dit pad ligt zelfs iets onder de stand van 100 op 1 januari hetgeen betekent dat de garantiebepaling relevant is en dus de uitbetaling per participatie gelijk is aan 100. Het tweede pad levert op 31 december zelfs nog een iets lagere stand van de index op maar in dit geval is wel tussentijds een indexstijging van meer dan 20% gerealiseerd, omdat in juli de waarde wel 30% boven de beginstand lag. Deze koerswinst is dus “vast geclicked” en de uitbetaling per participatie bedraagt 120. In het eerste pad ten slotte is de waardestijging van de index over de looptijd 32% en dus uitbetaling per participatie 132.

Ook voor clickfondsen geldt in de nieuwe wetgeving de verplichting om de eerder getoonde tabel

Varianten uitbetalingstabel Klik

Rendement Index A	Variant 1		Variant 2
	<i>Geen click</i>	<i>Wel click</i>	
-10%	€100	€120	€100
0%	€100	€120	€100
10%	€110	€120	€110
20%	€120	€120	€120
30%	--	€130	€130

weer te geven die de uitbetaling specificeert bij verschillende rendementen op de onderliggende index. Voor dergelijke padafhankelijke derivaten lijkt evenwel niet eenduidig vast te liggen hoe dat zou moeten. In dit geval is een eerste mogelijkheid om de tabel weer te geven, zowel voor het geval een click wordt behaald als voor het geval waarin dat niet zo is. Indien het clickfonds vele clicks heeft, zoals veelal het geval is, lijkt dat evenwel een weinig aantrekkelijke optie. Een alternatief, hier aangeduid als variant 2, is om te veronderstellen dat sprake is van een constant maandelijks rendement dat uiteindelijk resulteert in de gespecificeerde slotstand van de index. Dat zou dus betekenen dat aangenomen wordt dat een stijging van de index met 30% ontstaan moet zijn als twaalf maandelijks stijgingen van 2,5%. Ook dat lijkt evenwel een weinig bevredigende oplossing. Het kenmerk van een clickfonds dat indien na een indexstijging een daling optreedt, de eerdere stijging veelal deels vast zal zijn geclickt, wordt door de als variant 2 weergegeven tabel niet geïllustreerd.

Gelijksoortige problemen met de invulling en interpretatie van de in de Financiële Bijsluiter verplicht te stellen uitbetalingstabel zullen zich voordoen bij alle padafhankelijke financiële producten. Die klasse is aanmerkelijk groter dan alleen de clickfondsen. Ik wil u twee andere voorbeelden noemen: knock-in reverse convertibles en padafhankelijke aandelenlease producten. Eerder heb ik u het voorbeeld gegeven van een reverse convertible op Ajenoord. Dergelijke contracten worden in Nederland

Eindwaarde knock-in reverse convertible Ajenoord:

Koers Ajenoord	Variant 1		Variant 2
	<i>Conv.recht ontstaan</i>	<i>Geen Conv. recht</i>	
€ 30	€ 735	--	€ 735
€ 40	€ 931	€ 1127	€ 1127
€ 50	€ 1127	€ 1127	€ 1127
€ 60	€ 1127	€ 1127	€ 1127
€ 70	€ 1127	€ 1127	€ 1127

verhandeld, maar een bekendere variant is de zogeheten knock-in reverse convertible. De hier beschreven knock-in reverse convertible op Ajenoord heeft de zelfde karakteristieken als de eerder beschreven reverse convertible met een belangrijk verschil, namelijk dat het conversierecht pas ontstaat indien gedurende de looptijd de koers van Ajenoord met tenminste 30% is gedaald. Het certificaat wordt daarmee iets aantrekkelijker voor beleggers en het is dus ook logisch dat de uitgiftekoers iets hoger ligt: €1100. Ook hier is dus de koersontwikkeling naar de slotkoers en niet alleen de slotkoers zelf bepalend voor de eindwaarde van de participatie. Andermaal zou de uitbetalingstabell kunnen worden opgebouwd door, als in variant 1, voor zowel het geval met ontstaan als conversierecht als voor het geval waarin dat niet zo is de uitbetaling te specificeren. Een alternatief is weer om uit te gaan van gemiddeld maandelijkse rendementen op Ajenoord die leiden tot de gespecificeerde slotkoers, zoals gedaan is in variant 2. Die tweede variant onderschat het down-side risk evenwel substantieel, terwijl de eerste variant voor complexere afhankelijkke producten niet realiseerbaar lijkt.

Het derde en laatste voorbeeld van een afhankelijk financieel product dat ik wil noemen is “LeasePlan++”. De specificaties hiervan komen overeen met “LeasePlan+”, maar nu wordt indien een gespecificeerde index daalt gedurende het eerste jaar van de looptijd van het product, de procentuele daling als waardeinstijging aan het certificaat toegevoegd. De prijs per participatie bedraagt €1100. Ook dergelijke producten komen regelmatig voor op de Nederlandse markt. Het weergeven van de uitbetalingskarakteristieken van dit soort producten in een tabel of diagram is nog weer complexer, omdat niet slechts een aantal mogelijkheden zich voordoen, maar de precieze waarde van de minimale stand van de index in het eerste jaar van belang is. Ook hier kan natuurlijk gegrepen worden naar de veronderstelling dat de rendementen in iedere subperiode dezelfde

zijn, maar ook hier verdwijnen daarmee belangrijker karakteristieken van het product buiten beeld.

2.4 Producten waarbij meerdere onderliggende waarden bepalend zijn

De derde beperking van de in de Financiële Bijsluiter op te nemen uitbetalingstabel die ik eerder genoemd heb betreft de behandeling van producten waarbij de uitbetaling op niet-lineaire wijze afhangt van meerdere onderliggende waarden. Een voorbeeld van een product waarbij dat het geval is, is het volgende “Altijd Top” product. De belegger betaalt €100 per certificaat met een nominale waarde van €1000. Het aantrekkelijke van het product is dat de belegger achteraf kan beslissen in welke index hij geacht wil zijn te hebben belegd. Het product zou b.v. gespecificeerd kunnen zijn op de Nikkei-index voor Japan alsmede op de S&P500 voor de Verenigde Staten. Indien gedurende een vijfjaarsperiode de Nikkei met 40% stijgt en de S&P500 slechts met 25% kiest de belegger uiteraard voor de Nikkei en de uitbetaling per participatie wordt €1400. Als evenwel de Nikkei met 40% stijgt en de S&P500 met 50% wordt de uitbetaling per participatie €1500. Een dergelijk uitbetalingspatroon lijkt niet in de eerder getoonde tabellen en diagrammen te vangen, zeker niet als sprake is van meer dan twee onderliggende indices. Een uitweg zou zijn om te veronderstellen dat de rendementsontwikkeling voor beide indices dezelfde is, maar ook daarvoor geldt weer dat daarmee essentiële karakteristieken van het product buiten beeld raken. Veel hypotheekproducten met een lange looptijd kennen rentevaste perioden, b.v. van vijf jaar. Voor dergelijke hypotheekproducten met een beleggingscomponent zal gelden dat het verschil tussen totale kosten en opbrengsten afhangt van zowel de rentestanden na afloop van de rentevast perioden als van de waardeontwikkeling van de beleggingsportefeuille. Ook hier

is dus sprake van meerdere relevante onderliggende waarden, zodat het product niet eenvoudig door middel van een uitbetalingstabel is te karakteriseren. In het vervolg van mijn betoog zal ik ingaan op de vraag hoe de risico's van dergelijke producten dan wel in beeld gebracht kunnen worden.

3. Kansuitspraken t.a.v. beleggingsrisico's

3.1 Inleiding

De koersontwikkelingen op de financiële markten van de afgelopen maanden hebben ongetwijfeld ook bij alle particulieren het besef weer versterkt dat beleggen risicovol is. De vraag is in welke mate het mogelijk is de omvang van die risico's te kwantificeren. Objectieve uitspraken daarover zouden uiteraard de informatiewaarde van de in de Financiële Bijsluiters op te nemen uitbetalingstabel verder doen toenemen. Ook is het natuurlijk zo dat indien uitspraken gedaan kunnen worden over b.v. de kans dat een clickfonds een bepaalde click haalt en vervolgens de index terugvalt, de waarde van dat soort padafhankelijke opties in een financieel product veel duidelijker geïllustreerd kan worden. Hetzelfde geldt mutatis mutandis voor alle andere financiële producten.

Het doen van uitspraken over b.v. de kans dat de AEX index in het komend jaar met tenminste 10% zal stijgen of de kans dat

Kansuitspraken t.a.v beleggingsrisico's

- Beleggingsrisico's in levensverzekeringen:
 - Code Rendement en Risico
- Risicomanagement pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen:
 - Asset Liability Modellen
- Risico management van banken:
 - Value at Risk
- Beleggingsrisico's voor particuliere beleggers:
 - Analooq ?

gedurende een vijfjaarsperiode de index niet zal stijgen is niet eenvoudig, maar ook niet nieuw. De Code Rendement en Risico, waarin richtlijnen voor de voorlichting aan consumenten bij het afsluiten van levensverzekeringen met een beleggingsrisico zijn overeengekomen, kent bijvoorbeeld een zogenaamd afslagpercentage dat beoogt een soort ondergrens voor mogelijke lage rendementen aan te geven. Het risicomanagement van pensioenfondsen en in toenemende mate ook van verzekeraars alsmede het toezicht daarop door de Verzekeringskamer, is gebaseerd op zogenaamde Asset-Liability Modellen. Daarin worden uitspraken gedaan over de waarschijnlijkheid van rendementsontwikkelingen over vele jaren van bepaalde activa klassen, zoals gespreide nationale en internationale aandelen- en obligatieportefeuilles en onroerend goed. Evenzeer is het risicotoezicht op de Nederlandse banken door De Nederlandsche Bank gebaseerd op Value at Risk modellen, waarin kansuitspraken worden gedaan over rendementsontwikkelingen op korte termijn, veelal enkele dagen. Het lijkt dus relevant na te gaan in hoeverre analoge modellen gebruikt kunnen worden om te komen tot kansuitspraken over de rendementsontwikkelingen die de transparantie van de financiële markten voor particuliere beleggers kunnen vergroten.

Het inschatten van financiële risico's is een verre van eenvoudige aangelegenheid. De kop van een artikel in het Financieele Dagblad op 6 juli jongstleden, naar aanleiding van het aanbieden van de concept Financiële Bijsluiter aan Minister Zalm, luidde: "Makers Financiële Bijsluiter zoeken "Black Box" der wijzen." In het artikel zelf wordt voorts gesteld: "Als de toezichthouders een Black-Box weten te ontwerpen die de juiste risicoanalyse weet te maken voor financiële producten, hoeft niemand die bij het project betrokken is ooit meer echt te werken. Dat is immers de ultieme kennis waar

financiële markten dag in dag uit achteraan jagen”. Het zou een verrassende start van mijn aanstelling op deze leerstoel zijn als het juist zou zijn dat ik na vandaag nooit meer echt zou hoeven werken. Diegenen die mij persoonlijk kennen zullen zich realiseren dat ik dan ook blij ben dat de ultieme kennis die geld waard is wellicht nog veel meer betrekking heeft op het met een zekere precisie kunnen voorspellen van de toekomstige ontwikkeling van financiële markten dan op het inschatten van financiële risico's. Het eerste, het met enige mate van precisie voorspellen van toekomstige aandelenrendementen, is mijns inziens nauwelijks mogelijk. U hoeft van mij dus vandaag geen statements te verwachten dat de koers van aandeel zus of zo, dan wel van fondsen uit een bepaalde sector van de economie met grote waarschijnlijkheid zal gaan stijgen. Mocht u daar op gehoopt hebben dan moeten ik u dus teleurstellen.

Het tweede, het inschatten van financiële risico's, is mijns inziens evenwel zeer wel mogelijk. In de financiële econometrie zijn vele modellen voor het inschatten van risico's ontwikkeld. Het oudste en bekendste model op dit terrein veronderstelt dat aandelenrendementen onafhankelijk identiek normaal verdeeld zijn, zodat het gedrag van toekomstige rendementen geheel gekarakteriseerd kan worden door slechts twee parameters, het verwacht rendement en de zogenaamde volatility. Zoals ieder model van de werkelijkheid is deze veronderstelling uiteraard niet letterlijk waar. Als dat wel het geval zou zijn, dan zou dat overigens ook nogal wat consequenties hebben voor veel beleggingsadviezen. Het model impliceert namelijk onder andere dat recente koersbewegingen in een aandeel geen enkele voorspellende waarde hebben voor toekomstige rendementen. Dat is niet helemaal waar, al moet me van het hart dat iets meer media-aandacht voor deze oude zogenaamde random walk hypothese veel beleggingsadviezen nogal zou relativeren. In het navolgende zullen we steeds uitgaan van de genoemde hypothese.

De analyse zou uiteraard verfijnd kunnen worden door gebruik te maken van recenter ontwikkelde modellen voor de prijsvorming van financiële activa. Dergelijke modellen zouden rekening kunnen houden met momentum en mean reversion effecten, met dikstaartigheid en conditionele heteroskedasticiteit etc. In het navolgende ga ik er evenwel van uit dat de inschatting van de beleggingsrisico's op de meeste hier te bespreken financiële producten niet wezenlijk zou veranderen door dergelijke afwijkingen van het random walk model in de analyse te betrekken.

Binnen het genoemde random walk model zijn beleggingsrisico's en –kansen eenvoudig te bepalen. Als inschatting voor verwacht rendement en volatility zal ik respectievelijk 12.5% en 20% per jaar gebruiken, wat zoals we nog zullen zien goed overeenkomt met het gemiddeld rendement en de gerealiseerde volatility op een gespreide aandelenportefeuille over de jaren 1981-2001.

Uit de derde regel van de tabel blijkt dat bij deze parameterkeuzes de kans dat de waarde van een gespreide aandelenportefeuille in een jaar daalt tot minder dan 90% van het ingelegde vermogen ongeveer gelijk is aan 13%. De kans dat de waarde niet gestegen is in een jaar is ongeveer 27%, terwijl de kans dat de waarde per 1000 gulden inleg is gestegen tot meer dan 1100 gulden wordt ingeschat op zo'n 56%, te weten 100% minus de in de tabel te vinden 44%. De tabel geeft ook aan dat de kans op waardedaling tot 90% van de inleg binnen een maand substantieel kleiner is dan

Risico's van gespreide aandelenportefeuille van €1000

Looptijd:	Kans op vermogen kleiner dan				
	900	1000	1100	1200	1500
1 maand	2%	43%	93%	99%	100%
1 jaar	13%	27%	44%	69%	92%
5 jaar	5%	8%	12%	16%	31%

binnen een jaar, hetgeen u wellicht niet verrast, omdat in korte tijd minder slecht nieuws naar buiten kan komen. Evenzeer blijkt de kans evenwel voor een 5-jaars periode kleiner te liggen dan voor een 1-jaars periode, hetgeen het gevolg is van de verwachte waardeestijging van de portefeuille.

3.2 De bepaling van verwacht rendement en volatiliteit

De gepresenteerde kansen hangen uiteraard niet alleen af van de veronderstellingen van het random walk model, maar met name ook van de gekozen waarden voor verwacht rendement en volatility. De gekozen waarde van het verwacht rendement op aandelen van 12.5% per jaar is natuurlijk niet de enige juiste waarde voor die parameter. In de Code Rendement en Risico wordt bv. uitgegaan van een zogenaamd standaardfonds rendement dat momenteel voor aandelen 10% bedraagt. Kansuitspraken zoals we die zojuist gedaan hebben zijn zeker voor lange looptijden niet ongevoelig voor een dergelijk verschil in veronderstelde waarde van het gemiddeld rendement. Indien dergelijke kansen direct of indirect in de Financiële Bijsluiter zouden worden opgenomen is het dan ook van belang te komen tot afspraken over de keuze van de bepalende parameters. Ook deze problematiek is uiteraard niet nieuw. In de Code Rendement en Risico zijn zoals gezegd al afspraken gemaakt over de keuze van de in offertes van b.v. levensverzekeringen te rapporteren veronderstellingen ten aanzien van het verwacht rendement. Net als daar geldt ook voor de Financiële Bijsluiter overigens dat het veel belangrijker is dat alle aanbieders uitgaan van dezelfde systematiek bij de keuze van parameters, dan dat de enig juiste waarde van de parameters gevonden zou moeten worden.

De eerste en wellicht meest voor de handliggende mogelijkheid om verwacht rendement en volatiliteit van een beleggingsproduct of onderliggende waarde in te schatten is om te kijken naar het gemiddeld rendement en volatiliteit in het verleden, zeg de afgelopen 20 jaar. Een dergelijke methode leidt dus tot een verschillend verwacht rendement per aandeel, per beleggingsfonds, per beleggingsstijl. Heel erg praktisch lijkt deze optie me niet. Lang niet voor alle financiële producten is het mogelijk of gewenst om terug te grijpen op een reeks van 20 jaar van historische rendementen voor de onderliggende waarde. Soms zal zo'n reeks weliswaar beschikbaar zijn, maar is de betreffende sector van de economie dermate van karakter veranderd, dat de veronderstelling dat de onderliggende factoren bij benadering dezelfde zijn gebleven niet is vol te houden. Vaak zal de betreffende sector van de economie evenwel nog maar sinds een aantal jaren in de belangstelling staan, zodat er slechts over een veel kleiner aantal jaren rendementsgegevens voor beursgenoteerde ondernemingen beschikbaar zijn of zal sprake zijn van een beleggingsfonds dat nog maar enkele jaren bestaat. Denk hierbij b.v. ook eens aan de zogenaamde hedge fondsen en andere vormen van "alternative investments", die snel in populariteit groeien maar waarvoor weinig historische rendementen beschikbaar zijn. In dergelijke gevallen kan het inschatten van verwacht rendement en volatiliteit op basis van historische rendementen uiteraard slechts over een heel korte periode plaatsvinden. Dit kan tot zeer ongewenste resultaten leiden. Een zeer hoog rendement over de jaren '96 t/m '99 zegt niet veel

Bepaling verwacht rendement (en volatility) op onderliggende portefeuille

- Historisch rendement op die portefeuille
- "Expert knowledge"
- Historisch rendement op verwante activa
- Gebruik van prijsvormingsmodellen (APT) en hoog frequente exposure data
- Bayesiaans poolen van informatiebronnen

over de te verwachte rendementen in de jaren daarna zoals inmiddels ook gebleken is.

Indien slechts voor een beperkt aantal jaren historische rendementen op de onderliggende waarde beschikbaar zijn kan de inschatting van het toekomstig verwacht rendement soms ten dele worden gebaseerd op de rendementen op verwante activa of op een inschatting van experts van de te verwachten rendementen op vergelijkbare activa. In beide gevallen speelt de vraag welke activa wel of niet vergelijkbaar zijn. De rendementen op een sinds drie jaar bestaande beleggingsfonds dat uitsluitend belegt in de Verenigde Staten zouden kunnen worden aangevuld met gegevens voor de S&P500, maar de fondsbeheerders zouden naar voren kunnen brengen dat dat niet fair is aangezien de S&P500 een breed samengestelde index is, terwijl zij specifiek in een bepaald marktsegment beleggen waarvan ze uiteraard hogere rendementen verwachten. Als er al een index voor dat specifieke marktsegment in de Verenigde Staten is te vinden, is de kans groot dat ook die index slechts voor een beperkt aantal jaren beschikbaar is, b.v. omdat de betreffende sector van de economie een aantal jaren geleden simpelweg nog nauwelijks beursgenoteerde ondernemingen kende. Ook voor experts zal het bijzonderlijk moeilijk zijn om een consistente en onderbouwde keuze te maken ten aanzien van het verwachte rendement en volatility voor een specifiek marktsegment in de Verenigde Staten, terwijl dat voor de S&P500 als zodanig wel haalbaar lijkt.

Een interessante onderzoeksvraag waar ik me de komende jaren o.a. mee bezig zal houden is in hoeverre de in de beleggingstheorie gangbare modellen voor de prijsvorming van financiële activa behulpzaam kunnen zijn bij het inschatten van de verwachte rendementen en volatilities. Dergelijke modellen, zoals het APT en het CAPM waarvoor de opstellers enige jaren geleden de Nobelprijs

ontvingen, verklaren verwachte rendementen uit exposures t.o.v. onderliggende gezamenlijke factoren zoals een wereldwijd rendement op aandelen, en land-, sector- of stijlspecifieke factoren. Het is bekend dat die exposures goed uit een relatief korte steekproef van hoog frequente data, zeg drie jaar dagelijkse data, geschat kunnen worden, terwijl dat voor verwachte rendementen niet het geval is. Als de link tussen exposures en verwachte rendementen in voldoende mate opgaat liggen hier dus voor de langere termijn mogelijkheden om de inschatting van verwachte rendementen te verfijnen, terwijl het probleem van de keuze van verwante activa wordt vermeden. Een methode waarin de inschatting van het verwacht rendement en volatility wordt gekoppeld aan de exposures ten aanzien van indices lijkt ook vereist voor het inschatten van de risico's van producten gebaseerd op b.v. hedge-fondsen. Eerder is al benadrukt dat voor hedge-fondsen nauwelijks historische rendementen beschikbaar zijn. Bovendien geldt dat hedge-fondsen weinig informatie over het te voeren beleggingsbeleid hoeven te overleggen en de risicokarakteristieken van het ene hedge-fonds geheel anders kunnen zijn dan van een ander. Ook zou het schatten van verwachte rendement en volatiliteit uit hoog frequente exposure data mijns inziens van belang kunnen zijn bij het inschatten van de risico's van het beleggen in onvolledig gespecificeerde producten. Daarmee doel ik op producten waarin het geld wordt toevertrouwd aan de financiële dienstverlener maar veel vrijheid is gelaten in de beleggingskeuzes die de vermogensbeheerder zal maken.

Ik heb nu nu al vier methoden genoemd om tot de bepaling van verwachte rendementen en volatiliteiten te komen: expert knowledge, analyse van historische rendementen op de onderliggende waarde zelf, analyse van historische rendementen op verwante activa en gebruik van informatie betreffende de exposure ten opzichte van gezamenlijke onderliggende factoren. De

Baysesiaanse statistiek lijkt mogelijkheden te bieden om de informatie uit vier van dergelijke bronnen op systematische wijze te poolen, waarmee op langere termijn de inschatting van verwacht rendement en volatiliteit verder zou kunnen worden verfijnd.

Voor de korte termijn lijkt het weinig realistisch te veronderstellen dat heel geavanceerde of gedetailleerde methoden om verwachte rendementen en volatiliteiten te bepalen aan alle aanbieders van financiële producten kunnen worden voorgeschreven in de rapportage van beleggingsrisico's. In de Code Rendement en Risico is er voor gekozen verschillen tussen individuele aandelen, beleggingsstijlen en sectoren in ieder geval bij de rapportage van het standaardfondsrendement te verwaarlozen. In deze Code wordt gewerkt met standaardfonds-rendementen voor slechts vijf brede activa categorieën: aandelen, obligaties, vastgoed, liquiditeiten en mixfondsen. Daarmee worden voor wat betreft het standaardfondsrendement dus oa. alle mogelijke aandelenstrategieën op een hoop gegooid en een verwacht rendement van 10% per jaar toegedacht. Natuurlijk is dat niet volstrekt volgens de recente visie in de wetenschappelijke literatuur. Aandelenselectie lijkt enige toegevoegde waarde te hebben ten opzichte van passieve indexstrategieën, en de gemiddelde rendementen op risicovolle strategieën lijken hoger te liggen dan die op meer defensieve strategieën. Als eerste benadering voor een verwacht rendement op een belegging lijkt me de gekozen opdeling in slechts vijf beleggingscategorieën evenwel zeer wel te verdedigen en bruikbaar om de transparantie van de markt voor allerlei andere financiële producten voor particulieren te vergroten.

In bijgaande figuur zijn gemiddelde rendementen en volatiliteiten van een aantal aandelen-indices en een obligatie-index weergegeven over twee perioden van 20 jaar. In het zwart staan de resultaten weergegeven over de periode van 1 juli 1981 t/m 30 juni 2001, terwijl in het blauw de periode 1 oktober 1981 t/m 30 september 2001 is weergegeven. De tabel laat zien dat de gemiddelde rendementen op Nederlandse aandelen in de afgelopen 20 jaar iets hoger zijn geweest dan op Amerikaanse aandelen, terwijl de volatiliteit van de rendementen in guldens op de Amerikaanse aandelen iets hoger was, hetgeen primair veroorzaakt wordt door het valuta-effect. De koersval op de aandelenmarkten in de maanden juli t/m september heeft enige invloed op de gemiddelde rendementen in 20-jaars perspectief, maar die invloed is ook weer niet heel groot. Voor de obligatie-index is de steekproefperiode iets korter. Zoals te verwachten was, liggen zowel het gemiddeld rendement als de volatiliteit voor langlopende obligaties veel lager dan voor aandelen.

Gemiddelde rendementen en volatiliteiten voor vier indices

	Periode	Gem. rendement	Volatility
CBS Herbeleggingsindex	Jul '81-Jun '01	17.4%	17.3%
	Oct '81-Sep'01	15.4%	17.6%
MidKap	Jul '81-Jun '01	14.2%	19.9%
	Oct '81-Sep'01	11.3%	20.3%
S&P 500 (in fl.)	Jul '81-Jun '01	14.4%	21.1%
	Oct '81-Sep'01	12.7%	21.2%
NL Obligaties (7-10 jr.)	Jan '84-Jun '01	7.3%	4.8%
	Jan '85-Sep'01	7.4%	4.8%

In het navolgende zal ik veronderstellen dat de in de Financiële Bijsluiter te hanteren verwachte rendementen en volatiliteiten van alle relevante activa op één of andere wijze zijn bepaald. Binnen het geschetste raamwerk kunnen beleggingsrisico's dan bepaald worden. Voor aandelen zal ik in alle numerieke voorbeelden uitgaan van een verwacht rendement van 12.5% en een volatiliteit van 20%. Voor langlopende obligaties zal ik uitgaan van een verwacht rendement van 7.5% en een volatiliteit van 5%. De steekproefgemiddelden over

de afgelopen 20 jaar die ik u zojuist heb laten zien suggereren dat de risico-inschattingen, die op basis daarvan worden verkregen, bepaald niet onrealistisch zijn. De rente op deposito's zal steeds gelijk aan 5% worden verondersteld.

Nu is aangegeven hoe risico-inschattingen gegenereerd kunnen worden, is een logische vervolgvraag hoe de rapportage daarvan in een Financiële Bijsluiter eruit zou kunnen zien. Als eerste voorbeeld ga ik daarbij in op het rapporteren van de beleggingsrisico's bij het aangaan van een levensverzekering gebaseerd op een onderliggende aandelenportefeuille. Vervolgens zal ik dan ingaan op de rapportage van beleggingsrisico's voor de eerder geïntroduceerde reverse convertibles, aandelenlease producten en clickfondsen.

3.3 Het gebruik van een afslagpercentage

Allereerst kijken we dus naar het in kaart brengen van

beleggingsrisico's bij het aangaan van een levensverzekering. Als voorbeeld bezien we een levensverzekering voor een 40 jarige man met een looptijd van 20 jaar, een jaarpremie van 3000 gulden die afgezien van kosten geheel in aandelen wordt belegd en een uitbetaling van de

Rapportage voorbeeldkapitalen levensverzekering

	Rend.	Vermogen (fl.)	Prod.rend
Gem. historisch fondsrendement	18.5%	378.765	15.5%
Idem minus afslag	7.4%	102.213	4.8%
Standaard fondsrendement	10.0%	137.126	7.3%
Idem minus afslag	4.0%	74.349	2.0%

fondswaarde bij afloop dan wel het maximum van 110% van de fondswaarde en de som van de betaalde premies bij overlijden. Dit voorbeeld is rechtstreeks afkomstig van de website van het Verbond

van Verzekeraars en ik zal de rapportage, zoals ik die voor me zie, dan ook vergelijken met de rapportage die momenteel is voorgescreven in de Code Rendement en Risico. Deze rapportage is hier weergegeven.

Allereerst valt natuurlijk op dat de standaardrapportage niets zegt over de feitelijke kans op overlijden in de komende 20 jaar voor een 40-jarige man, waardoor dus ook het aspect van een garantie dat in dat geval de betaalde premies worden terugbetaald en 10% van de fondswaarde extra beschikbaar is moeilijk valt mee te wegen. Laten we evenwel veronderstellen dat we sowieso slechts werkelijk geïnteresseerd zijn in de waarde van het vermogen na 20 jaar. De standaardrapportage vermeldt allereerst de omvang van het eindkapitaal, indien in elk van de komende 20 jaar het gemiddeld historisch rendement op het beleggingsfonds waarin belegd wordt opnieuw behaald zou worden, met en zonder dat met kosten wordt rekening gehouden. In dit voorbeeld is dat gemiddeld historisch rendement maar liefst 18.5%. Het corresponderende productrendement, waarin wel rekening gehouden wordt met o.a. de kosten van de levensverzekeringscomponent, bedraagt 15.5%. Zelfs optimisten die uitgaan van een verwacht rendement van 18.5% per jaar zullen evenwel bereid zijn toe te geven dat het ook minder zou kunnen zijn. Het beleggingsrisico wordt op twee verschillende manieren in kaart gebracht: door middel van afslagpercentages en door middel van het zogenaamde standaardfondsrendement. Het afslagpercentage beoogt aan te geven hoeveel lager het rendement zou kunnen uitkomen dan de ingeschatte verwachting. Voor alle typen aandelen beleggingen is dit afslagpercentage 60% hetgeen betekent dat de Code Rendement en Risico voorschrijft dat ook een eindkapitaal bij een jaarlijks rendement van 40% van 18.5% is 7.4% dient te worden getoond. Het effect op de inschatting van het eindkapitaal is dramatisch zoals u kunt zien: van bijna 4 ton naar

maar net 1 ton over 20 jaar. Het standaardfondsrendement lijkt primair bedoeld als een relativering van het gerapporteerde gemiddeld historisch fondsrendement, al was het maar omdat zelden fondsen in producten zullen worden opgenomen waarvoor het gemiddeld fondsrendement niet boven het standaardfondsrendement ligt. De naamgeving standaardfondsrendement kan eenvoudig geïnterpreteerd worden als een soort garantie waarde en zal daarom binnenkort ook vervangen worden door de naam “vergelijkingsrendement”. Opvallend is dat in de standaardrapportage volgens de Code Rendement en Risico geen vermelding is te vinden van te behalen resultaten bij een vergelijkingsrendement dat gecorrigeerd is door middel van een afslagpercentage. Wellicht zou een dergelijke variant, zoals ik u die hier laat zien, nog wel informatiever zijn voor de consument.

Een belangrijke vraag voor beleggers is uiteraard hoe groot de kans is dat de werkelijk behaalde rendementen nog lager zullen uitvallen dan het vermelde rendement minus afslagpercentage, lager dan 7.4% gemiddeld dus in dit voorbeeld. Binnen de eerder geschetste modelveronderstellingen zijn die kansen direct te bepalen en weergegeven in de nu getoonde tabel. Uiteraard zijn de precieze inschattingen afhankelijk van de veronderstelde gemiddelde historische fondsrendementen en de gehanteerde visie op verwachte rendementen en volatility. Als inschatting van het verwacht rendement is zowel het 20 jaars gemiddelde op een gespreide portefeuille van ongeveer 12.5%

Kans op rendement op aandelen beneden gesuggereerde ondergrens				
Verw. rendem.	Volatility	Looptijd verzekering		
		5 jaar	10 jaar	20 jaar
12.5%	20%	28%	21%	13%
10.0%	20%	38%	34%	28%
12.5%	25%	32%	26%	18%
10.0%	25%	41%	37%	32%

genomen als het standaardfondsrendement van 10%. Ook zijn twee waarden voor de volatiliteitparameters gekozen. Voor alle realistische input parameters blijkt de kans op rendementen beneden het getoonde verwacht rendement en afslagpercentage op 20 jaarshorizon groter dan veelal wordt gedacht. Dit is een gevolg van de discrepantie tussen het gemiddelde historische fondsrendement van 18.5% en het verwachte toekomstige rendement, dat veel lager ligt. Omdat de financiële literatuur weinig aanwijzingen bevat van blijvende grote outperformance van de rendementen op beleggingsfondsen lijken de gekozen waarden van het verwacht rendement mij realistisch. Opvallend is voorts dat voor verzekeringen met een kortere looptijd de kans op rendementen beneden de gesuggereerde ondergrens nog groter wordt en kan oplopen tot zo'n 40% voor producten met een looptijd van vijf jaar. Het afslagpercentage corrigeert dus onvoldoende voor effecten van de looptijd van het product, het lijkt primair bedoeld voor zeer langlopende producten.

3.4 Value at Risk maten

Een mijns inziens te prefereren alternatief voor het gebruik van het afslagpercentage, om consumenten een indruk te geven van de waardeontwikkeling van beleggingen in ongunstige scenario's, is het gebruik van het zogenaamde Value at Risk begrip. Value at Risk neemt al sinds een tiental jaren een centrale plaats in in het beheer van korte termijn beleggingsrisico's van met name banken. Ik wil er voor pleiten om met een aantal aanpassingen deze maatstaf ook te hanteren voor het inschatten van beleggingsrisico's voor particulieren, zowel in geval van een korte, als van een langere looptijd. Het woord Value at Risk suggereert dat dit het maximale bedrag is dat een belegger kan verliezen, het bedrag dus waarover risico wordt gelopen. Die interpretatie is bijna juist. Iets precieser

geformuleerd is Value at Risk het bedrag zodat het onwaarschijnlijk is dat meer dan die waarde wordt verloren, waarbij onwaarschijnlijk b.v. gedefinieerd kan worden als met 10% kans, met 5% kans of slechts met 1% kans. Dit leidt tot de formele definitie zoals die op de sheet is te vinden.

Een belangrijke complicatie bij het gebruik van Value at Risk maten voor het inzichtelijk maken van risico's voor langerlopende beleggingen is dat het niet

moeilijk is producten te ontwikkelen waarbij de inleg gegarandeerd is, en dus de Value at Risk gelijk is aan nul, en toch de mogelijkheid op hoge rendementen bestaat.

Daarbij moet dan evenwel bedacht worden dat dit soort producten wel de inleg

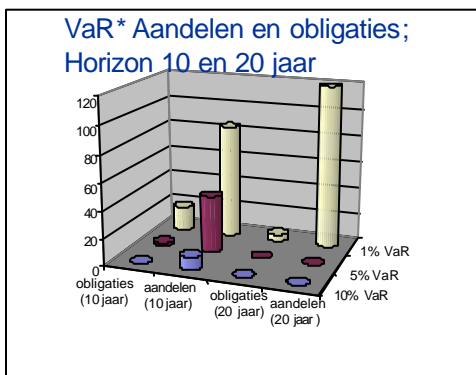
garanderen, maar geen rentevergoeding daarop uitkeren. Een relevantere maat dan de traditionele Value at Risk is dan ook de hier gedefinieerde Value at Risk ten opzichte van een risicoloze belegging, waarin het gaat om het bedrag dat u door in het product te beleggen kunt achterblijven bij het gewoon tegen een vaste rente inleggen van het geld in een spaardeposito. Omdat het gaat om risico's op korte termijn zijn bij de standaard bepaling van de Value at Risk of de Value at Risk ten opzichte van een risicoloze belegging de verwachte rendementen zeer klein ten opzichte van de risico's en worden daarom in de berekeningen verwaarloosd. Voor het gebruik van beide soorten Value at Risk maatstaven voor het inschatten van beleggingsrisico's over een langere beleggingshorizon geldt, dat de verwachte rendementen niet langer verwaarloosbaar klein zijn en dat

Definities Value at Risk indicatoren

- $p\%$ -VaR over een periode is het bedrag zodanig dat de kans dat de waarde van het vermogen meer dan dat bedrag daalt $p\%$ bedraagt.
- $p\%$ -VaR* (t.o.v. risicoloos) over een periode is het bedrag zodanig dat de kans dat de waarde van het vermogen meer dan dat bedrag onder de risicoloze belegging uitkomt $p\%$ bedraagt.

dus inschattingen daarvan nodig zijn om de maatstaven te kunnen gebruiken. Daar zit vooralsnog de bottleneck ten aanzien van daadwerkelijk implementatie van de methode. Eerder in deze rede heb ik aangegeven hoe dergelijke inschattingen van verwachte rendementen in principe verkregen kunnen worden, waarbij evenwel duidelijk was dat het wellicht onontkoombaar is vooralsnog te volstaan met marktafspraken ten aanzien van de in risicobepalingen te hanteren veronderstellingen ten aanzien van verwachte rendementen.

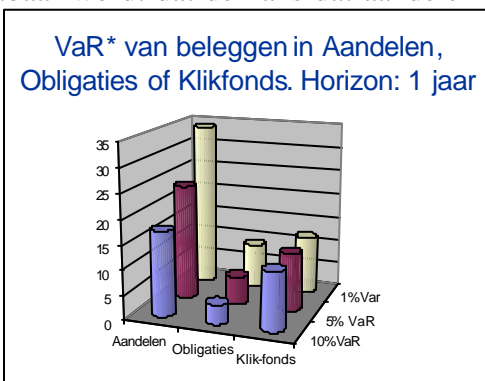
Ik wil nu met u teruggaan naar een viertal producten die eerder aan de orde zijn geweest: de pure aandelenportefeuille, de clickfondsen, de reverse convertible Ajenoord en het Leaseplan dat als voorbeeld kan dienen voor de risico's van het beleggen met geleend geld. In al deze gevallen blijkt de Value at Risk ten opzichte van de risicoloze belegging gemakkelijk te bepalen te zijn via computersimulatie, waarbij direct gebruik gemaakt wordt van het eerder geschetste random walk model om de waarschijnlijkheid of onwaarschijnlijkheid van bepaalde toekomstscenario's te bepalen. Naar mijn mening verschaft een dergelijke Value et Risk maatstaf vrijwel onmisbare additionele informatie ten opzichte van de eerder getoonde uitbetalingstabellen en –diagrammen.



De eerste VaR figuur illustreert de risico's van het beleggen in aandelen of obligaties tov. sparen voor een levensverzekeringsproduct met een looptijd van respectievelijk 10 of 20 jaar. Voor al die

vier combinaties wordt in de 10% VaR weergegeven, de 5% VaR en de 1% VaR. Steeds gaat het daarbij, nu en in het vervolg, om de Value at Risk ten opzichte van een risicoloze belegging die ik zal aanduiden als VaR*. Uit de figuur blijkt bijvoorbeeld dat bij een looptijd van 10 jaar, onder de gemaakte veronderstellingen, een kans van 10% bestaat dat de waarde van de aandelenportefeuille zo'n €10 per €100 inleg achterblijft bij de waarde van een spaarrekening die in die periode overigens zal zijn aangegroeid tot €165. Voorts blijkt dat bij een looptijd van 10 jaar met 1% kans de waarde van de aandelenportefeuille zelfs ruim €80 achter blijft bij de waarde van een spaarrekening. De grafiek illustreert dat bij een lange looptijd het beleggen in aandelen of obligaties niet noodzakelijk erg risicovol is ten opzichte van sparen. Bij een looptijd van 20 jaar is de kans dat het gemiddeld jaarlijks rendement op de aandelenportefeuille lager is dan de rente minder dan 5% wat ertoe leidt dat de eerste VaR maatstaven de waarde nul aannemen. Er blijft overigens wel een kleine kans op een aanzienlijk lagere beleggingsopbrengst dan de waarde van de spaarrekening, getuige de VaR van €120 bij een aangroei van de spaarrekening tot €272 per €100 inleg. Voor obligaties is ook die 1% VaR slechts €5. Een beperking van de figuur is overigens dat niet zichtbaar wordt dat de kans dat aandelen over zo'n lange periode minder rendement opleveren dan obligaties heel klein is.

Het eerder beschreven Klikfonds werd gekenmerkt door een looptijd van een jaar, een gegarandeerde terugbetaling van €100 per inleg van €107 en een click bij een koersstijging van 20%. Met behulp van



computersimu-latie is de VaR van zo'n product ook weer eenvoudig te bepalen, waarin dus ook de padafhankelijkheid voluit in de berekening kan worden meegenomen. In dit voorbeeld blijkt de garantiewaarde met een kans van meer dan 10% de eindwaarde van het product te zijn hetgeen er toe leidt dat alle drie VaR maten gelijk zijn aan elkaar en wel aan €12 (namelijk ongeveer €7 verlies in de garantiewaarde ten opzichte van de initiële prijs per certificaat alsmede €5 niet ontvangen aangroei van de waarde van het risicoloze deposito). De figuur laat zien dat voor dit clickfonds de risico's iets groter zijn dan van beleggen in obligaties, terwijl de risico's van een aandelenportefeuille duidelijk hoger liggen. Uiteraard kunnen deze conclusies overigens anders liggen voor langer lopende clickfondsen of voor clickfondsen met andere clicks of garantiewaarden. Eerder hebben we gezien dat de in de Financiële Bijsluiter op te nemen uitbetalingstabellen geen kansuitspraken bevatten en de waarde van de pad-afhankelijke derivaten niet op een bevredigende wijze weergeven. Naar mijn overtuiging worden deze bezwaren ondervangen door over te stappen op de hier getoonde weergave van de Value at Risk.

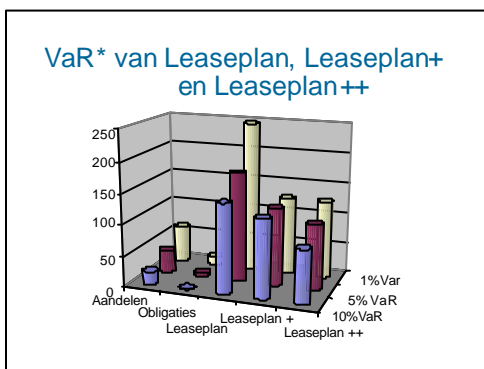
Op vergelijkbare wijze kunnen ook de risico's voor de reverse convertibles op Ajenoord worden berekend en in beeld gebracht. Voor de hier gekozen specificatie blijken de risico's grofweg tussen die van aandelen en obligaties in te liggen, waaruit dus blijkt dat het product ook weer niet heel

risicovol is zoals soms wordt gesuggereerd. Extreme verliezen,



waarbij de waarde meer dan €20 achterblijft bij de waarde van de spaarrekening zijn evenwel waarschijnlijker voor de reverse convertibles dan voor obligaties zoals blijkt uit de 1% VaR. De kans dat het conversierecht ook inderdaad tot stand komt is kleiner dan 5% hetgeen ertoe leidt dat voor de knock-in variant de 5% en 10% VaR gelijk zijn aan nul. Voor een reverse convertible op een individueel aandeel is het overigens wellicht realistischer de volatiliteit groter te kiezen, hetgeen uiteraard ook de inschatting van de VaR zal beïnvloeden.

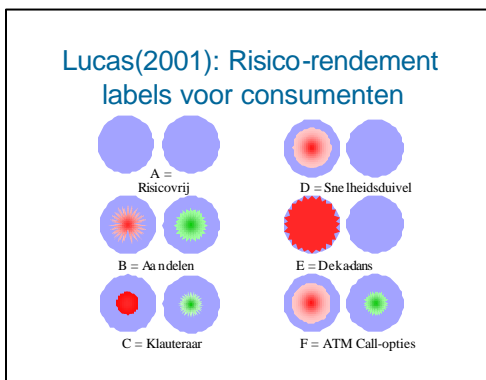
De laatste VaR figuur die ik u wil laten zien geeft de risico's van aandelenlease weer. Duidelijk blijkt dat alle drie varianten van het beschreven LeasePlan aanmerkelijk risicovoller zijn dan beleggen in aandelen of obligaties, waarvan de risico's in de meest linkse staafjes zijn weergegeven.



Voor LeasePlan+ en LeasePlan++ geldt de garantie dat het voorgesloten bedrag niet in waarde zal zijn gedaald, dus dat bij afloop geen bijbetaling is vereist. Het ingelegde bedrag gaat evenwel wel met een kans van meer dan 10% verloren hetgeen leidt tot een verschil t.o.v. de waarde van een spaarrekening van meer dan €125 per ingelegde €100. De risico's van het LeasePlan op zich, zonder de garantiebepaling, blijken nog aanmerkelijk groter te zijn. Hier blijkt de mogelijkheid dat de belegger na afloop van het product met een restschuld overblijft die hij of zij alsnog zal moeten bijpassen. Zoals u wellicht weet is dit restschuld scenario in de afgelopen maanden inderdaad aan de orde geweest voor een aantal producten op de

Nederlandse markt. Met een kans die bij de gegeven parameter veronderstellingen in de orde van grootte van een paar procent ligt kan de bijbetaling wel oplopen tot twee maal de oorspronkelijk inleg, hetgeen leidt tot de zeer grote VaR die in de figuur is weergegeven. Ook de Value at Risk van het eerder genoemde “Altijd Top” product kan op vergelijkbare wijze worden bepaald. Gemakshalve en gezien de tijd sla ik die weergave hier evenwel over.

Een belangrijke vraag is uiteraard welke grafische weergave van de berekeningen zoals ik u die heb voorgelegd de consument het best zal begrijpen. In een recente inaugurele rede aan de Vrije Universiteit heeft ook mijn collega André Lucas, net als ik vandaag, een pleidooi



gehouden voor het verplicht stellen van de rapportage van kansen op bepaalde rendementen op beleggingsproducten voor particulieren. Hij stelt onder andere voor de uitkomsten aan consumenten te rapporteren in de vorm van wat hij noemt “VU bolletjes”. In deze bolletjes, waarvan ik u hier een aantal voorbeelden laat zien, rapporteert hij zowel de 5% VaR als het verwachte verlies boven de VaR, terwijl ook de worst-case scenario’s zijn terug te vinden. In het groen worden tenslotte ook de kansen op heel hoge rendementen weergegeven. Het voert te ver deze bolletjes nu in detail te bespreken of in te gaan op de voor- of nadelen van de ene of de andere wijze van representatie van de risico-inschattingen; daarvoor zal ik u naar de rede van Lucas moeten verwijzen.

4. Enkele beperkingen van en alternatieven voor de voorgestelde risico-indicator

De zojuist getoonde Value at Risk diagrammen en de verwante VU bolletjes van Lucas geven mijns inziens belangrijke informatie t.a.v. de risicokarakteristieken van een beleggings- of verzekeringsproduct. De risico's van beleggen zijn complex en het hoeft dan ook niet te verbazen dat iedere poging om die risico's in een enkel getal of diagram weer te geven vele beperkingen kent. Zinvol gebruik van een risico-indicator in de Financiële Bijsluiter vereist uiteraard ook dat de beperkingen van de voorgestelde indicator voldoende onderkend worden. Van de door mij voorgestelde risico-indicator wil ik in ieder geval een aantal beperkingen expliciet noemen.

Al eerder heb ik erop gewezen dat de uitkomsten niet alleen afhangen van de modelveronderstellingen, die met name voor heel kortlopende producten wat minder realistisch zouden kunnen zijn, maar ook van de veronderstelde waarden van verwacht rendement en volatility. Ik heb al aangegeven hier mogelijkheden voor nader onderzoek te zien, maar op korte termijn lijkt slechts een afspraak over per activaklasse te hanteren parameters haalbaar.

Als tweede beperking wil ik noemen dat ik in mijn rede geen aandacht heb besteed aan tussentijdse verkoop van producten of vervroegd aflosbaarheid van b.v. beleggingshypotheken, maar ervan uitgegaan ben dat de looptijd van het product

Beperkingen van VaR* als risico-indicator

- Keuze verwacht rendement en volatility
- Gegeven looptijd verondersteld
- Portefeuille effecten verwaarloosd
- Niet verhandelbare activa en passiva idem
- Krediet risico
- Fiscaal juridisch risico
- etc.

gegeven is. Veelal is dat niet het geval en is vervroegd uitstappen uit het product tegen beperkte kosten mogelijk. Het kan in zo'n geval dan ook informatiever zijn om bv. de risico's van een clickfonds in kaart te brengen door niet alleen de Value at Risk in geval van de volledige looptijd te bepalen en te vergelijken met de Value at Risk van aandelen en obligaties, maar ook de Value at Risk op een aantal tussenliggende tijdstippen te vergelijken met die van andere beleggingsmogelijkheden. Technisch is dat geen echt probleem, omdat de verdeling van waarden van het click fonds op ieder tussenliggend moment weer eenvoudig gesimuleerd kan worden en optiewaarderingsmodellen gebruikt kunnen worden om de corresponderende marktwaaarde van de producten te bepalen. De vraag is evenwel in hoeverre de consument de veelheid van informatie nog tot zich wil of kan nemen die zou ontstaan als Value at Risk informatie op meerdere tijdstippen wordt weergegeven. Een probleem dat ook speelt ten aanzien van de keuze van de looptijd waarvoor risico's worden weergegeven is dat voor sommige producten, denk b.v. aan hypotheek, de feitelijke looptijd van zeg 5 tot 10 jaar vrijwel altijd ver beneden de juridische looptijd van veelal 30 jaar ligt.

Een belangrijke beperking van de voorgestelde indicator, maar overigens ook van alle andere voorgestelde indicatoren die ik ken, is ook dat het een single product benadering betreft. Dit wil zeggen dat gekeken wordt naar de risico's van dit specifieke beleggings- of verzekeringsproduct terwijl iedere feitelijke beleggingsportefeuille b.v. ook andere beleggingen zal bevatten. Duidelijk is dat uiteindelijk de risico's van de beleggingsportefeuille als geheel relevant zijn en niet die van een component daarvan. Het antwoord op de vraag of de risico's onacceptabel groot worden bv. door te beleggen in aandelen in een specifieke sector hangt uiteraard af van de risico's van die belegging zelf, maar zeker ook van de

samenstelling van de rest van de portefeuille. Mutatis mutandis geldt dit evenzeer voor passiva. Een belegging die voor een huizenbezitter met een grote hypotheek niet zo risicovol is kan dat in veel grotere mate zijn voor iemand die geen onroerend goed bezit.

Andere dimensies van risico die in de Financiële Bijsluiter wellicht wel op enige wijze kunnen worden meegenomen, maar geen rol spelen in de Value at Risk benadering, zijn de kredietwaardigheid van de aanbieder van het financiële product en het fiscaal en juridisch risico, bv. de kans dat de wetgeving in voor de belegger ongunstige zin zal veranderen, terwijl de beslissing om het product aan te kopen slechts tegen hoge kosten kan worden terugdraaid.

In het rapport dat ik samen met Marcel Das en Bas Werker ruim een jaar geleden aan het Ministerie van Financiën heb aangeboden wordt het gebruik van de Value at Risk ten opzichte van een risicoloze belegging aanbevolen. In het rapport van de Raad van Financiële Toezichthouders dat de Minister van Financiën nu ruim twee maanden geleden aan de Tweede Kamer heeft aangeboden, zijn de nu getoonde opmerkingen over de door ons voorgestelde Value at Risk methode te vinden. Het ontbreken van een eenduidige wijze om die verwachte rendementen in te vullen, lijkt de belangrijkste reden te zijn om de aanbeveling uit ons rapport niet nu te implementeren. Dat standpunt kan ik geheel billijken. Eerder in deze rede heb ik aangegeven hoe dergelijke inschattingen van verwachte

Evaluatie VaR indicator door RFT

- "Geniet de theoretische voorkeur"
- "Methode kan in tegenstelling tot alternatieven wel worden toegepast op producten met niet-lineaire risico's"
- "Ontwikkeling VaR methode voor risico-indicator op korte termijn niet te realiseren"
- "Te herontwikkelen i.v.m. gebruik voor langere termijn"

rendementen in principe verkregen kunnen worden, waarbij evenwel duidelijk was dat het wellicht onontkoombaar is vooralsnog te volstaan met marktafspraken ten aanzien van de in risicobepalingen te hanteren veronderstellingen ten aanzien van verwachte rendementen. Ik begrijp natuurlijk ook dat dergelijke afspraken over te hanteren parameters niet eenvoudig tot stand te brengen zijn. Zoals eerder benadrukt zie ik dit als praktische implementatievragen waarover ik me vanuit mijn academische rol niet hoeft te buigen.

De nota van de Raad van Financiële Toezichthouders die door de Minister aan de Tweede Kamer is toegezonden bespreekt een drietal alternatieven voor het gebruik van de Value at Risk maatstaf. Het eerste alternatief dat genoemd wordt is het gebruik van de standaard deviatie of volatility. Een dergelijke maatstaf is niet bruikbaar voor niet-lineaire producten, hetgeen volgens het rapport slechts zo'n 20% van de producten betreft. Deze 20% zijn natuurlijk evenwel de minst doorzichtige producten. Bovendien speelt in een dergelijke maatstaf het verwacht rendement geen rol, hetgeen de implementatie ervan weliswaar sterk vereenvoudigd, maar er ook toe leidt dat risico's van producten met andere dan heel korte looptijden sterk vertekend kunnen worden door het verwaarlozen van het verwacht rendement.

De nota noemt voorts een score-methode waarbij experts eerst producten op risicograad zouden moeten ordenen en de computer vervolgens voor volgende producten aan de hand van een vragenlijst en een score methode de risicograad van producten zou moeten bepalen. Vooralsnog is mij niet duidelijk hoe dit in zijn werk zou moeten gaan, en lijkt me in ieder geval een eerste vereiste dat de te selecteren experts over computersimulaties zoals ik u die vandaag getoond heb kunnen beschikken om de risicograad van producten te kunnen inschatten.

Een groot deel van de genoemde beperkingen van de Value at Risk maatstaf is evenzeer een beperking van de genoemde alternatieven. De keuze voor de te hanteren maatstaf is naar ik aan neem aan het Ministerie van Financiën. Dat mijn voorkeur in ieder geval voor de langere termijn uitgaat naar een Value at Risk maatstaf zal u na dit betoog niet verbazen.

Een andere weergave van risico's die in het rapport van de Minister genoemd wordt, waar inmiddels vooralsnog voor gekozen lijkt te zijn, biedt in ieder geval voor de heel korte termijn een uitweg en komt er op neer dat de risico-indicator in de Financiële Bijsluiter zich beperkt tot uitspraken zoals "uw inleg is gegarandeerd", "u kunt uw inleg kwijt raken" of zelfs voor bv. aandelen lease producten "de mogelijkheid bestaat dat u moet bijbetalen". Deze mogelijkheid heeft het voordeel dat de uitspraken eenvoudig verifieerbaar zijn en daarmee is een dergelijke risico-indicator gemakkelijk te implementeren. Het nadeel is uiteraard dat de informatie die verstrekt wordt wel erg summier is omdat niet wordt aangegeven of het mogelijk maar zeer onwaarschijnlijk is dat u uw inleg kwijt raakt, dan wel dat die kans op verlies van de inleg zeer aanzienlijk is. De op te nemen waarschuwing zal dus van dien aard zijn dat aangegeven wordt dat er een kans bestaat dat als ik dadelijk van het podiumtrapje afstap ik val en mijn been breek. Dat de waarde van dergelijke informatie beperkt is zult u met mij eens zijn. Liever zou ik weten of de kans dat ik dadelijk mijn been breek groter of kleiner is dan wanneer ik de Lind in Oisterwijk of de A2 bij Den Bosch oversteek, en dat is het type informatie dat ik graag aan beleggers zou meegeven. Mijn subjectieve inschatting is overigens dat de kans dat ik dadelijk ten val kom bij het verlaten van het podium bescheiden is, hetgeen weer te maken heeft met inmiddels jarenlange ervaring in het in toga nemen van die hindernis.

5. Conclusies

Dames en heren, vrijwel aan het eind gekomen van deze rede wil ik graag van de gelegenheid gebruik maken mijn visie op de stand van zaken rond de Financiële Bijsluiter nog even kort samen te vatten. Het verbeteren van de markttransparantie door de introductie van een dergelijke Bijsluiter acht ik van groot maatschappelijk belang. Op dit moment worden op de Nederlandse markt vele producten aangeboden waarvan de eigenschappen naar mijn oordeel door particulieren volstrekt onvoldoende ingeschat kunnen worden. Zelfs voor specialisten is het vrijwel onmogelijk de karakteristieken van deze producten te doorgronden zonder de hulp van computersimulaties. Ook uit de NIPO enquête onder consumenten blijkt een heel grote behoefte tot betere informatieverstrekking met betrekking tot financiële producten. Het verheugt me dan ook dat inmiddels diverse aanbieders van financiële producten begonnen zijn met het visualiseren en kwantificeren van de risicokarakteristieken van producten en portefeuilles voor hun cliëntèle. Waar op dit moment behoefte aan lijkt te bestaan is het verder uitwerken van dergelijke informatie, het standaardiseren ervan, alsmede het invoeren van de verplichting voor aanbieders van financiële producten om dergelijke gestandaardiseerde informatie te verschaffen. Dat is wat de Financiële Bijsluiter beoogt.

Adequate en gestandaardiseerde informatie over beleggingsrisico's lijkt overigens niet alleen voor particuliere beleggers van belang. In de afgelopen jaren zijn ook woningbouwcorporaties, politieregio's, ziekenfondsen, provincies en scholen, en universiteiten niet te vergeten, gaan beleggen. De risico's daarvan zijn een aantal malen op pijnlijke wijze in de publiciteit geweest, waarop veelal is gereageerd door beleggingsbeperkingen voor dergelijke lichamen op te leggen zoals dat men niet meer in derivaten of niet meer in

individuele aandelen mag beleggen. Omdat risico's met b.v. put opties juist gereduceerd kunnen worden lijkt dat een weinig verfijnde maatregel. De invoering van een risico signaleringssysteem dat veel kenmerken zou kunnen hebben van de vandaag geschetste Value at Risk benadering lijkt mij vooralsnog een te prefereren alternatief. Hierin zou uiteraard de maximaal volgens dit signaleringssysteem gelopen risico gerestriceerd kunnen worden.

De in te voeren Financiële Bijsluiter dient een veelheid van informatie over de eigenschappen van een financieel product in slechts een of twee pagina's informatie weer te geven. Een Bijsluiter waarin meer dan 40 pagina's informatie wordt verstrekt, zoals in het Verenigd Koninkrijk het geval is, zal immers naar verwachting maar nauwelijks door consumenten worden gelezen en begrepen. Het samenstellen van zo'n beknopte Bijsluiter en de keuze welke informatie daarin wel en welke daarin niet op te nemen is volstrekt geen eenvoudige taak. Ik hoop vandaag te hebben bijgedragen aan de discussie ten aanzien van één van de vele deelaspecten, te weten het inzichtelijk in kaart brengen van de beleggingsrisico's. Naar mijn mening is de door de Raad van Financiële Toezichthouders genoemde herontwikkeling van het Value at Risk begrip voor het geval van langer lopende producten haalbaar en uiterst relevant. Ondanks de grote politieke druk op snelle invoering van een Financiële Bijsluiter lijkt het laatste woord in de discussie nog lang niet gezegd te zijn.

6. Dankwoord

Dames en heren,

Het is een goede gewoonte om aan het einde van een inaugurele rede een woord van dank uit te spreken. Allereerst wil ik alle bestuursorganen die mijn benoeming mogelijk hebben gemaakt danken voor het in mij gestelde versterkte vertrouwen. Ik denk daarbij uiteraard met name aan het Bestuur van de Economische Faculteit, het College van Bestuur van deze universiteit en aan de Raad van Bestuur van Van Lanschot Bankiers.

Hooggeleerde Palm, hooggeleerde Kapteyn, beste Franz, beste Arie,

Nu al een heel aantal jaren geleden heb ik mijn wetenschappelijke vorming van jullie mogen ontvangen. Ik prijs me ook nu nog zeer gelukkig dat ik gedurende een reeks van jaren onder intensieve begeleiding van jou, Franz, aan de grondvesten van de econometrie heb mogen werken. Arie Kapteyn heeft me laten kennis maken met alle andere aspecten van het hoogleraarsambt, waaronder personeelsbeleid en het management van een groep eigenwijze wetenschappers. Ook hem ben ik er daar nog steeds zeer erkentelijk voor.

Hooggeleerde en zeer-geleerde co-auteurs, beste Marno, Bertrand, Arthur, Feico, Bas, Frank, Frans, Jenke, Chris, Marcel, Joost, Abe, Laura, Laurens, Alexei en anderen,

Wetenschap is voor mij een vak dat je gezamenlijk met anderen bedrijft in een permanente uitwisseling van ideeën. Ik ben dan ook veel dank verschuldigd aan al diegenen die in de al bijna 16 jaar dat

ik nu aan deze universiteit werkzaam ben met mij hebben willen samenwerken. Ik prijs mij gelukkig dat een viertal promovendi inmiddels zelf ook hoogleraar is, aan deze universiteit dan wel bij de concurrenten in Rotterdam of Amsterdam. Ik ben blij dat aanstelling bij de ene of de andere universiteit de samenwerking niet belemmert en hoop de komende jaren die samenwerking voort te zetten om ook op die manier bij te dragen aan de kwaliteit van onderwijs en onderzoek op het gebied van de Beleggingstheorie in Nederland.

Collega's werkzaam in de Economische Faculteit van deze universiteit,

Ook u zou ik willen danken voor de zeer prettige werksfeer die ik in de afgelopen jaren aan deze universiteit heb mogen ondervinden. Als lid van zowel het Departement Econometrie als het Departement Financiering en in bestuurlijke functies heb ik met velen van u, wetenschappelijk zowel als niet-wetenschappelijk personeel, mogen samenwerken en velen van u bijzonder leren waarderen. Het is uiteraard gevaarlijk om hier namen te noemen. Toch wil ik een enkele uitzondering maken. Piet Moerland wil ik bedanken voor de kansen die hij mij geboden heeft over de jaren heen om mijn ambitie waar te maken om me om te scholen van technisch econometrist naar hoogleraar Beleggingstheorie. De benoeming op de leerstoel met die naam zou als afronding van dat traject gezien kunnen worden. Eerder heb ik aangegeven als hoogleraar in hoge mate in een team te willen functioneren en daarin vele activiteiten en contacten tegelijkertijd gestalte te willen geven. Een dergelijke keuze vereist een uitstekend functionerend secretariaat. Ik prijs mij gelukkig dat ik een dergelijke ondersteuning heb en wil ook hier mijn dank aan met name Lenie Laurijssen en Mechi de Veer uitspreken.

Lieve Eveline, Annerieke en Charlotte,

Herhaaldelijk hebben jullie me er op gewezen dat ik me geheel anders gedraag dan jullie gewend zijn wanneer ik in mijn hoogleraarsrol schiet, b.v. wanneer iemand van de KUB aan de telefoon is. Ik wil dat niet ontkennen, maar hier wel onderstrepen dat hoewel de hoogleraarsrol me dierbaar is de rol van vader van drie lieve dochters nog vele malen belangrijker is. Ik wil jullie danken voor alle liefde die ik van jullie heb mogen ontvangen,

Lieve Trudie,

Ook een sportteam functioneert het best als niet alle spelers precies dezelfde kwaliteiten hebben. Al meer dan 20 jaar vullen wij elkaar aan en vorm je een essentieel rust- en ijkpunt in mijn leven. Naast alle ontvangen liefde en naast vele andere dingen ben jij ook nog veel meer dan de andere genoemden degene aan wie ik deze prachtige baan te danken heb. Daar wil ik ook hier en nu weer mijn erkentelijkheid voor uitspreken.

Ik heb gezegd.